

需求低迷，费用率上升

安琪酵母（600298）2012 年年报点评

谨慎推荐（维持）

风险评级：一般风险

2013 年 3 月 21 日

投资要点：

- 营业收入低速增长，盈利能力减弱。2012年，公司实现营业收入27.14亿元，同比增长8.3%；归属于母公司所有者的净利润2.43亿元，同比下降18.51%；每股收益为0.74元，同比下降22.40%；加权平均净资产收益率9.43%。国内市场实现主营业务收入18.24亿元，同比增长11.45%；国际市场实现主营业务收入按人民币计8.81亿元，同比增长1.83%，按美元计1.39亿元，同比增长5.12%。
- 全年净利润大幅度下滑18.51%，主要原因：1) 受国内外需求疲软影响，收入同比基本持平，影响公司收入增速。2) 期间费用增速大于收入增速。3) 营业外收入大幅度减少，报告期收到的政府补助减少导致营业外收入同比减少2909万元。
- 部分产能项目进入投产阶段，为收入增长提供保障。募集资金项目宜昌生物产业园四大项目已全部建成投产，柳州2万吨酵母抽提物和埃及1.5万吨干酵母生产线已竣工调试，开罗总部投入运行。我们认为公司加快产能建设，显示了公司对行业整体需求恢复有信心，也为今年收入增长乃至公司“十二五”发展规划收入增长目标提供了产能保障。
- 2013年公司确定了主营业务收入力争33亿元，净利润力争3亿元，净资产收益率高于10%的经营目标。
- 盈利预测与投资建议。维持“谨慎推荐”评级。预测13-14年EPS分别为0.83和1.18元，对应当前股价市盈率为22倍和16倍。
- 风险提示。食品安全，国内外经济恢复低于预期

黄凡

SAC 执业证书编号：

S0340511010003

电话：0769-22119416

邮箱：hf@dgzq.com.cn

研究助理

李一凡

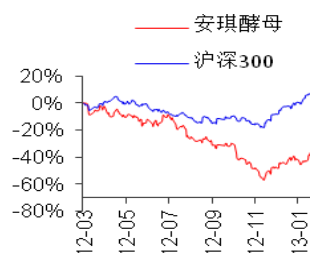
电话：13760277127

邮箱：liyifan@dgzq.com.cn

主要数据 2013年3月20日

收盘价(元)	18.56
总市值(亿元)	61.18
总股本(百万股)	329.63
流通股本(百万股)	294.99
ROE(TTM)	9.09
12月最高价(元)	30.39
12月最低价(元)	12.10

股价走势



资料来源：东莞证券研究所，Wind 资讯

公司主要财务指标预测表

	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入(百万元)	2,713.66	3,301.71	4,012.57	4,845.58
同比%	8.30%	21.67%	21.53%	20.76%
归属母公司净利润(百万元)	243.19	273.67	388.07	457.16
同比%	-18.51%	12.53%	41.80%	17.81%
毛利率%	30.53%	31.07%	30.60%	30.60%
ROE%	9.09%	11.74%	13.22%	14.27%
每股收益(元)	0.74	0.83	1.18	1.39
每股净资产(元)	8.14	7.07	8.93	9.74
市盈率(倍)	25.16	22.36	15.77	13.38
市净率(倍)	2.15	2.63	2.08	1.91

资料来源：东莞证券研究所，Wind 资讯

相关报告

1. 营业收入低速增长，盈利能力减弱

2012 年，公司实现营业收入 27.14 亿元，同比增长 8.3%；归属于母公司所有者的净利润 2.43 亿元，同比下降 18.51%；每股收益为 0.74 元，同比下降 22.40%；加权平均净资产收益率 9.43%。国内市场实现主营业务收入 18.24 亿元，同比增长 11.45%；国际市场实现主营业务收入按人民币计 8.81 亿元，同比增长 1.83%，按美元计 1.39 亿元，同比增长 5.12%。

全年净利润大幅度下滑 18.51%，主要原因：1) 国外竞争加剧、人民币升值、劳动力成本上升等因素造成出口收入人民币同比仅增长 1.83%；而传统酵母业务受我国经济放缓影响，国内需求疲软，收入同比基本持平，影响公司收入增速。2) 期间费用增速大于收入增速。2012 年销售费用同比增长 22.2%，管理费用同比增长 25.28%，财务费用同比增长 30.25%，均远大于收入 8.3% 的增速。销售费用增长主要是公司为新项目市场储备了销售人员及运费增加所致；管理费用增长的原因是随着公司规模扩大，管理人员增加及人力成本上升所致；财务费用增长是由于对外投资增加导致短期借款大幅增长所致。3) 营业外收入大幅度减少，报告期收到的政府补助减少导致营业外收入同比减少 2909 万元。

2. 部分产能项目进入投产阶段，为收入增长提供保障

募集资金项目宜昌生物产业园四大项目已全部建成投产，柳州 2 万吨酵母抽提物和埃及 1.5 万吨干酵母生产线已竣工调试，开罗总部投入运行。另外，非募集资金项目，广西柳州酵母抽提物生产线项目已建成投产；企业技术中心武汉分部、广州分部相继设立；云南德宏酵母生产线正加快建设。我们认为公司加快产能建设，显示了公司对行业整体需求恢复怀有信心，也为今年收入增长乃至公司“十二五”发展规划收入增长目标提供了产能保障。

3. 2013 收入力争 33 亿元，净利润力争 3 亿元，ROE 高于 10%

2013 年公司确定了主营业务收入力争 33 亿元，净利润力争 3 亿元，净资产收益率高于 10% 的经营目标，实现上述目标公司面临着行业竞争不断加剧、人民币持续升值等严峻挑战，面临着公司产能集中释放与市场逐步增长的矛盾，公司董事会要督促经理层迎难而上，紧盯“十二五”发展目标，强化战略管理，加快各业务单元的发展，提升盈利水平，促进新年度经营目标的实现，确保企业持续健康发展。

4. 盈利预测与投资建议

受国内经济放缓影响，国内面用酵母市场出现疲软迹象，国外市场需求下降，导致公司出口持续低迷，2012 年收入同比增速仅为 8.3%。由于 2012 年收入绝对额基数较低，随着公司加大营销力度，公司 2013 年收入增速有望恢复到 20%，维持“谨慎推荐”评级。预测 13-14 年 EPS 分别为 0.83 和 1.18 元，对应当前股价市盈率为 22 倍和 16 倍。

5. 风险提示

食品安全，国内外经济恢复低于预期

表 1：公司利润预测表

科目(百万元)	2012A	2013E	2014E	2015E
营业总收入	2713.66	3301.71	4012.57	4845.58
营业总成本	2443.60	3000.90	3534.60	4270.93
营业成本	1885.30	2275.87	2784.73	3362.83
营业税金及附加	19.10	23.11	28.09	33.92
销售费用	331.93	407.10	502.78	607.15
管理费用	138.02	168.39	204.64	247.12
财务费用	62.09	126.42	14.37	19.90
资产减值损失	7.16	0.00	0.00	0.00
其他经营收益	-1.64	0.00	0.00	0.00
公允价值变动净收益	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	-1.64	0.00	0.00	0.00
其中 对联营和合营投资收益	-1.64	0.00	0.00	0.00
营业利润	268.43	300.82	477.98	574.65
加 营业外收入	66.88	70.00	67.00	67.00
减 营业外支出	1.13	1.00	2.00	2.00
利润总额	334.17	369.82	542.98	639.65
减 所得税	53.97	55.47	95.18	112.13
净利润	280.21	314.35	447.79	527.52
减 少数股东损益	37.02	40.68	59.73	70.36
归属于母公司净利润	243.19	273.67	388.07	457.16
最新总股本(万股)	329.63	329.63	329.63	329.63
基本每股收益(元)	0.74	0.83	1.18	1.39
市盈率(倍)	25.16	22.36	15.77	13.38

资料来源：东莞证券研究所，Wind 资讯

东莞证券投资评级体系：

公司投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 15% 以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 5%-15% 之间
中性	预计未来 6 个月内，股价表现介于市场指数±5% 之间
回避	预计未来 6 个月内，股价表现弱于市场指数 5% 以上
行业投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 10% 以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 5%-10% 之间
中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±5% 之间
回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5% 以上
风险偏好评级	
高风险	未来 6 个月投资收益率的波动幅度超出市场指数波动幅度一倍以上
较高风险	未来 6 个月投资收益率的波动幅度超出市场指数波动的幅度 50%-100% 之间
一般风险	未来 6 个月投资收益率的波动幅度超出市场指数波动的幅度 20%-50% 之间
低风险	未来 6 个月投资收益率的波动幅度低于市场指数波动的幅度 20% 以内

本评级体系“市场指数”参照标的为沪深 300 指数。在风险偏好评级中，不涉及到具体品种推荐和评级的产品则按照产品研究的市场给予基础风险评级。即：权证以及衍生品市场的研究报告，其基础风险评级为高风险；股票、偏股型基金市场方面的研究报告，其基础风险评级为一般风险；债券、债券型基金、货币型基金以及宏观经济政策等市场方面的研究报告，其基础风险评级为低风险。

分析师承诺：

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地在所知情的范围内出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点，不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本人保证与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系，没有利用发布本报告为自身及其利益相关者谋取不当利益，或者在发布证券研究报告前泄露证券研究报告的内容和观点。

声明：

东莞证券为全国性综合类证券公司，具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供东莞证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告所载资料的来源及观点的出处皆被本公司认为可靠，但是本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司作出的任何建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下，本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并不构成对任何人的投资建议，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券有限责任公司及相关内容提供方所有，未经本公司事先书面许可，任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发，需注明本报告的机构来源、作者和发布日期，并提示使用本报告的风险，不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本证券研究报告的，应当承担相应的法律责任。

东莞证券研究所

广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 19 楼

邮政编码：523000

电话：(0769) 2211943

传真：(0769) 22119430

网址：www.dgzq.com.cn